

Хищнический или полезный капитал?*

* АВТОРИЗОВАННЫЙ ПЕРЕВОД С АНГЛИЙСКОГО
МИРБОЛАТ БЕКТЕМБАЙ



АЙДАР ЕГУБАЕВ,
УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР
ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА

В прошлом номере РЦБК (№ 9, 2010) авторами статьи было описано текущее состояние рынка прямых инвестиций в мире и в Казахстане, сущность прямых инвестиций, их преимущества и классическая структура фондов, рассмотрены основные игроки, а также вопросы юрисдикций при создании ФПИ. Эта статья в большей степени посвящена вопросам взаимоотношений инвесторов и управляющих, защите интересов инвесторов, а также проблемам регулирования на рынке прямых инвестиций.



ДЖЭЙМС БЕРДЕТТ,
ПАРТНЕР ЛОНДОНСКОГО
ОФИСА ЮРИДИЧЕСКОЙ
ФИРМЫ «БЭЙКЕР ЭНД МАККЕНЗИ»

Инвесторы и их интересы

В фонды прямых инвестиций инвестируют главным образом институциональные инвесторы (включая пенсионные фонды, суверенные фонды и страховые компании), а также компании, управляющие средствами высокообеспеченных физических лиц. Потенциальные инвесторы рассматривают показатели, достигнутые предыдущими фондами данной инвестиционной компании, часто принимая их в качестве приблизительной оценки потенциальных результатов нового фонда. Именно поэтому фондам-новичкам часто приходится испытывать намного больше трудностей в привлечении средств, чем компаниям, уже имеющим за собой успешно закрытые фонды.

Инвестирование в тот или иной фонд основывается на репутации ряда ключевых лиц. Носителями «интеллектуального капитала», т.е. работодателями таких людей, обычно являются управляющий, менеджер фонда или инвестиционный советник, и имена ключевых лиц играют определяющую роль в решении инвестора вложить средства. Поэтому очень важно, чтобы именно они занимались подбором инвестиций и исполнением инвестиционной стратегии. В интересах инвесторов обеспечить продолжение участия таких лиц в управлении фондом вплоть до окончания его инвестиционного цикла. В связи с этим в документацию фонда включаются оговорки о ключевых лицах, предоставляющие инвесторам определенные права, если ключе-

вое лицо оставит свое место работы или прекратит уделять достаточную часть своего времени деятельности фонда. Такие права могут включать в себя приостановку инвестиционного периода, сокращение выплачиваемой инвестиционному менеджеру комиссии за управление или даже роспуск фонда.

«Каптивные» фонды и «клубные» сделки

Сразу после наступления мирового финансового кризиса наблюдался существенный рост в использовании упрощенных фондовых структур для так называемых каптивных фондов и «клубных сделок». Данные формы применяются, когда, например, располагая лишь ограниченным бюджетом, та или иная управленческая команда желает организовать свой первый фонд для управления средствами «друзей и родных». Соответственно нет необходимости в проведении масштабной маркетинговой кампании и составлении информационного меморандума, так как уже есть потенциальные инвесторы. Данные формы также применяются, когда тот или иной инвестор, такой как управляющий семейным капиталом, владеет несколькими активами и желает «синдицировать» эти инвестиции, объединив их в форме фонда, по существу как вклады в него, после чего начать предлагать инвесторам дополнительные доли в таком фонде, но уже за наличные. Это позволяет существующему инвестору вывести часть средств из фонда и сразу же получить прибыль на вложенный капитал. Несомненным преимуществом структур вроде каптивных фондов и «клубных сделок» являются издержки как на создание фонда, так и на его обслуживание. В них используются упрощенные учредительные документы для самого фонда и вероятнее всего меньше сложных договорных механизмов, определяющих доходы управляющего.

Требования инвесторов

Изложенные в соглашении об учреждении партнерства с ограниченной ответственностью (учреди-

тельный договор) условия фонда представляют большую важность для инвесторов в тот или иной фонд и часто являются предметом длительных переговоров. В расстановке сил на переговорном поле произошел сдвиг в пользу инвесторов, которые пользуются этим для получения выгодных для себя условий. В ходе таких переговоров инвесторы поднимают вопросы о структурных изменениях, которые нужны для соответствия каким-либо индивидуальным особенностям, например, параллельных фондах, альтернативных инвестиционных структурах и фидер фондах.

Принимая во внимание увеличение влияния в последнее время инвесторов, на переговорах с инвесторами помимо прочего могут обсуждаться следующие условия:

- **Размер комиссии за управление и вознаграждение за успех.** Инвесторы одновременно требуют сокращение комиссии за управление (почти до 1,5%) и долю в вознаграждении за успех, либо дифференцированное вознаграждение за успех, увеличивающееся при достижении заданных показателей.
- **Оговорки о ключевых лицах.** Как было упомянуто выше, оговорки о ключевых лицах дают инвесторам определенную договорную защиту в случае ухода ключевых лиц – они смогут временно лишиться фонд возможности совершать инвестиции (а менеджера – права на получение комиссии за управление).
- **Положения об отстранении управляющего фондом.** Несмотря на то, что за всю историю данные положения применялись редко, низкие результаты некоторых управляющих заставили инвесторов оценивать результаты деятельности фондов более критически, кроме того, имели место несколько громких случаев, когда инвесторы использовали свои договорные полномочия для отстранения обманувших ожидания управляющих, лишения управляющих возможности совершать инвестиции или даже ликвидации фонда.

- **Инвестиционные ограничения.** Инвесторы все чаще стремятся к тому, чтобы управляющие фондами инвестировали в соответствии с изначальной стратегией, заявленной в учредительной и маркетинговой документации фонда, и требуют, чтобы в соответствующих положениях четко указывались сумма капитала, которую фонд может требовать ежегодно, размер индивидуальных портфельных инвестиций, географическая или отраслевая специализация, а также возможность инвестирования в долговые инструменты, зарегистрированные на биржах ценные бумаги и структуры для коллективных инвестиций.

Принципы прямых инвестиций

В опубликованных в сентябре 2009 года Ассоциацией институциональных партнеров с ограниченной ответственностью Принципах прямых инвестиций (Принципы ИЛПА) уделяется особое внимание усилению управления партнерствами и сближению интересов, а также совершенствованию инвесторской отчетности и прозрачности в индустрии прямых инвестиций. За годы подъема в деятельности по поглощению компаний система отношений между управляющим и инвесторами, служившая до этого основой индустрии, претерпела ряд изменений.

В Принципах ИЛПА излагаются передовая практика и условия, подлежащие включению в документацию фондов, в том числе:

- Условия, касающиеся платежей и комиссий, как то: распределение прибыли, комиссии за управление и расходы. Существуют мнения, что удерживающие санкции следует усилить, чтобы в случае необходимости соответствующие суммы можно было получить обратно быстро и в полном объеме. Кроме того, комиссии за управление не должны быть чрезмерными, а лишь покрывать обычные текущие издержки. Управляющим следует использовать другие комиссии, такие, как комиссия за

мониторинг и операционные комиссии в интересах фонда, например, для зачета в счет комиссий за управление, а также расходов партнерства в течение срока деятельности фонда. Также предлагается оговаривать, чтобы высокий процент от доли того или иного управляющего вносился в партнерство наличными, а не путем зачета комиссии за управление. Далее комиссии управляющего следует использовать для покрытия таких расходов фонда, как расходы на персонал, и управляющему следует принимать на себя любые налоговые изменения, а не перекладывать их на инвесторов.

- Усиление положений об управлении. Принципы ИЛПА настоятельно рекомендуют усиление обязательств управляющего как доверенного лица и расширение роли консультативного комитета, который, как правило, создается для представления интересов инвесторов фонда. Комитет иногда получает дискреционное право на утверждение руководства фонда. Приводятся доводы против исключения фидуциарных обязательств управляющего. Также обсуждается большая прозрачность, предлагается сделать обязательным раскрытие финансовой информации и информации, касающейся управляющего. Условия фондов также должны требовать от управляющего представления всех известных ему конфликтов интересов на рассмотрение в созданный консультативный комитет, а также получения предварительных письменных санкций на любые существенные конфликты и/или сделки не на коммерческих началах.

Следование Принципам ИЛПА является добровольным, хотя их сторонники утверждают, что они служат интересам как управляющего, так и инвесторов. Потенциальные инвесторы могут использовать данные принципы в качестве отправной точки при обсуждении условий, но в конечном счете их включение в условия фонда будет

зависеть от расстановки сил за столом переговоров.

В таком же духе Британская ассоциация венчурного капитала объявила недавно о создании Консультативного совета инвесторов – органа, в чьи обязанности будет входить укрепление отношений и взаимопонимания между управляющим и инвесторами в индустриях прямых инвестиций и венчурного капитала, а также определение общих интересов инвесторов. Аналогично, Европейская ассоциация венчурного капитала некоторое время назад объявила о создании своего методического руководства для инвесторов по образцу ИЛПА. Утверждается, что данное руководство будет более «центристским», т. е. в меньшей степени обращенным в сторону интересов инвесторов по сравнению с Принципами ИЛПА.

Как нынешний, так и предыдущий Генеральный секретарь ООН подчеркивали потенциал прямых инвестиций как действенного инструмента развития в глобальных масштабах. Вместе с тем растет осознание того, что проблемы охраны окружающей среды, социальные вопросы и вопросы корпоративного управления (проблемы ОСУ) являются элементом, активно влияющим на результаты инвестиционных портфелей. Как ни парадоксально, но это обнаруживает принятие миром элементов социализма в одной из ведущих отраслей. В апреле 2006 года коалицией с участием инвесторов, Финансовой инициативы ЮНЕП и Глобального договора ООН были опубликованы «Принципы ответственного инвестирования» – сборник лучшей мировой практики в области ответственного инвестирования. Он получил поддержку растущего числа глобальных институциональных инвесторов, за которыми лишь в первый год числилось более восьми триллионов долларов, и к настоящему времени данные принципы приняли 760 различных компаний и организаций. Принципы ответственного инвестирования предусматривают следующие обязательства со стороны принявших их лиц:

1. Сделать проблемы ОСУ неотъемлемой частью инвести-

ционного анализа и процесса принятия решений.

2. Занимать активную позицию в роли собственников и сделать проблемы ОСУ неотъемлемой частью правил и методов работы.
3. Добиваться должного раскрытия проблем ОСУ компаниями, в которых осуществляются инвестиции.
4. Способствовать принятию и выполнению Принципов ИЛПА инвестиционной индустрией.
5. Работать сообща для более действенного выполнения Принципов ИЛПА.
6. Отчитываться о своей деятельности и результатах выполнения Принципов ИЛПА.

Правовые вопросы

При создании фонда прямых инвестиций возникает множество правовых вопросов, которые можно приблизительно отнести к следующим четырем стадиям создания фонда: предмаркетинг, маркетинг, учредительный документ, закрытие.

Предмаркетинг

Перед выездом на презентации управляющие фонда обычно «зондируют почву» с помощью неформальных встреч с потенциальными инвесторами, выясняя, как сделать свои предложения наиболее привлекательными для инвесторов, включая вопросы географии инвестирования, инвестиционных процедур, инвесторской структуры и положений о ключевых лицах.

Маркетинг

Маркетинг фонда потенциальным инвесторам обычно осуществляется с помощью маркетингового документа, например, меморандума о частном размещении. В этом документе указываются регуляторные ограничения на лиц, которым может предлагаться участие в фонде и которые меняются от юрисдикции к юрисдикции. В меморандуме содержится основная информация о самом фонде: его организация, инвестиционная стратегия, основные условия вхождения в фонд, а также факторы риска, которые инвесторам

следует иметь в виду при принятии своих инвестиционных решений.

Учредительный документ

Специфика данного документа будет зависеть от выбранной организационно-правовой формы фонда. Так как большинство фондов организуются в форме партнерства с ограниченной ответственностью, то чаще всего таким документом является соглашение об учреждении партнерства с ограниченной ответственностью (учредительный договор). Главный учредительный документ любого партнерства с ограниченной ответственностью подробно излагает наиболее важные условия инвесторов и управляющего. Учредительный договор должен охватывать все аспекты деятельности фонда в течение всего срока его работы с образования до ликвидации. Ключевые коммерческие условия включают инвестиционную политику, органы, распределение прибыли, комиссии и расходы, а также соответствующие учредительные и административные положения, как то: обстоятельства, при которых может быть отстранен управляющий, обязательства по отчетности и учету и предоставление информации генеральным партнером инвесторам.

Закрытие

Как только все условия учредительного договора окончательно определены, инвесторы подписывают соглашение и принимают его условия в качестве обязательных. Часто вхождение инвесторов происходит в течение длительного периода времени (на том или ином «закрытии» фонда), поэтому в учредительном договоре предусматривается возможность присоединения новых инвесторов к фонду уже после того, как он начал инвестировать. В качестве примера можно привести некоторые типы американских инвесторов, которым не разрешается присоединяться до тех пор, пока фонд не будет готов сделать свою первую инвестицию, — и соответствующая оговорка должна быть включена в учредительный договор. На стадии закрытия от инвесторов по-

требуется подписание подписных документов, посредством которых инвесторы сделают и дадут фонду ряд заявлений и гарантий о своей пригодности в качестве участников фонда и соблюдении ими соответствующего нормативно-правового режима.

Регулирование

На данных четырех стадиях в качестве «ключевого» правового вопроса рассматривается вопрос регулирования.

Менеджеру фонда необходимо иметь соответствующее разрешение в той юрисдикции, в которой он занимается своей деятельностью. Если такая деятельность осуществляется в Соединенном Королевстве, соответствующее разрешение выдается Управлением по финансовым услугам (хотя новое правительство заявило о своем намерении передать эти функции Агентству по защите потребителей и рынков и в Банк Англии). Управляющие фондами могут также действовать из оффшорных юрисдикций, таких, как Джерси, Гернси или Каймановы острова, что может объясняться более льготным режимом налогообложения, применяющимся к комиссиям за управление, или просто желанием работать в упрощенной правовой системе.

Тем не менее, принимая во внимание изменения, к которым может

следует обратиться с соответствующим заявлением в Управление по финансовым услугам (хотя, как уже было подчеркнуто выше, в будущем регулировать деятельность фондов будет скорее всего другой орган). Соответствующее разрешение должно быть получено до первого закрытия фонда, однако оно обычно не требуется для более ранних стадий. Как правило, процесс рассмотрения занимает от 3 до 4 месяцев, но может потребовать и больше времени, если членам руководства будущего требования необходимо пройти какое-либо дополнительное обучение или сдать те или иные дополнительные экзамены, либо если для получения разрешения менеджеру необходимо привлечь дополнительный персонал. Если менеджер получает соответствующее разрешение в юрисдикциях за пределами Соединенного Королевства (например, если фонд создается в какой-либо оффшорной юрисдикции, такой, как Джерси, Гернси или Каймановы острова), процесс выдачи разрешения может занять меньше времени благодаря более мягкому режиму регулирования в этих юрисдикциях.

Как уже было сказано выше, в применяемой к созданию фондов прямых инвестиций правовой базе ожидаются изменения, как в США, так и в ЕС. Хотя просчитать влияние новых правил до их окончательного

В соответствии с казахстанским законодательством, банки должны создавать 100%-ные провизии по кредитам, выданным заемщикам, контролируемым юридическими лицами из определенных юрисдикций. Однако в этих юрисдикциях создано большинство фондов, создает серьезные барьеры для их развития.

привести принятие Директивы о менеджерах фондов альтернативных инвестиций (AIFMD), необходимо отметить, что могут существовать причины, по которым предпочтительным будет размещение менеджера на оффшорной территории. Если менеджеру необходимо соответствующее разрешение в Соединенном Королевстве (что обычно потребовалось бы, если бы фонд управлялся оттуда), ему

утверждения и введения в силу в полной мере затруднительно, нет никаких сомнений в том, что прямые инвестиции будут находиться под более строгим надзором, чем ранее.

Регулирование в Казахстане

Казахстанское регулирование индустрии прямых инвестиций на-

ходится на ранней стадии своего развития. В соответствии с вступившим недавно в силу в Казахстане изменением в постановлении правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций № 296 от 25 декабря 2006 года банки должны создавать 100%-ные провизии по кредитам, выданным заемщикам, контролируемым юридическими лицами из определенных юрисдикций. В связи с тем, что в указанных юрисдикциях создано большинство фондов, на пути прямых инвестиций в Казахстан возникает серьезный барьер, так как тем самым фонды прямых инвестиций лишаются возможности реструктурировать задолженность своих казахстанских портфельных компаний. Надо отметить, что есть хороший шанс того, что к последним относится большинство потенциальных кандидатов на инвестиции. Остается надеяться, что АФН, приняв во внимание потенциал, которым располагают фонды прямых инвестиций в деле содействия казахстанским компаниям и привлечению инвестиций для них, пересмотрит свое отношение к данному вопросу.

Акционерные и паевые фонды

Казахстанское законодательство об инвестиционных фондах находится лишь на ранней стадии своего развития и пока в полной мере не соответствует инвестиционным возможностям, которые представляет собой для экономики страны финансовый рынок. Подпунктом 1 статьи 4 закона об инвестиционных фондах предусматриваются два типа инвестиционных фондов, требующих лицензии на управление инвестиционным портфелем: 1) акционерный инвестиционный фонд; 2) паевый инвестиционный фонд, который может быть создан в открытой, интервальной и закрытой форме в зависимости от того, как быстро клиенты могут совершить изъятие средств.

Паевый инвестиционный фонд формируется из паев, выделяемых инвесторами фонда на основании соглашения о доверительном управлении. Фонды данного типа не являются юридическими лица-

ми, однако размер их инвестиций обычно намного меньше того, который требуется для прямых инвестиций. В свою очередь, акционерный инвестиционный фонд является акционерным обществом, занимающимся исключительно накоплением и инвестированием капитала, внесенного его акционерами, а также доходов от инвестиций. Для акционерных инвестиционных фондов, самостоятельно управляющих своими активами, согласно требованиям

исключительно инвестированием и накоплением капитала. На практике большинство коммерческих организаций в той или иной форме накапливают и инвестируют капитал, но данные положения не должны распространяться на неограниченное количество субъектов рынка. Если в учредительных документах организации предусматриваются и другие виды деятельности, то данное законодательство не применяется и получать лицензию такой организации не нужно.

Чрезвычайно важно создать благоприятный экономический климат и поощрять создание отечественными и международными инвесторами фондов в Казахстане, а не в других юрисдикциях.

закона Республики Казахстан «Об инвестиционных фондах», требуется наличие лицензии на управление инвестиционным портфелем. Такие фонды обязаны соблюдать ряд ограничений, установленных для управляющих компаний инвестиционных фондов законом об инвестиционных фондах и специальным постановлением Национального банка Республики Казахстан.

Казахстанское законодательство установило для инвестиционных фондов шесть основных ограничений. Среди прочего данные ограничения запрещают фондам: создание дочерних компаний; выпуск финансовых инструментов, за исключением обыкновенных акций; виды деятельности помимо управления инвестициями; а также владение какими-либо активами, кроме указанного типа. Для управляющих компаний дополнительно установлены тринадцать ограничений, которые среди прочего запрещают: сделки, выходящие за пределы согласованных инвестиционных рамок фонда; заключение сделок, содержащих конфликт интересов; продажа активов фонда в кредит; а также заключение сделок с производными финансовыми инструментами (за исключением случаев, когда они исключаются в целях хеджирования).

Следует еще раз отметить, что казахстанское законодательство регулирует фонды, занимающиеся

Некоторые противоречия

В подпункте 6 статьи 69 закона «О рынке ценных бумаг» говорится, что управление инвестиционным портфелем является деятельностью, осуществляемой в интересах клиента. Это логично, так как данное положение должно распространяться на профессиональных поставщиков услуг, работающих на рынке. Однако имеет место недосказанность, вследствие чего в настоящее время эта норма противоречит подпункту 7 статьи 4 закона об инвестиционных фондах, который требует от акционерных инвестиционных фондов получения лицензии на управление инвестиционным портфелем, если они инвестируют без управляющих компаний. Дело в том, что такие акционерные общества не обязательно имеют клиентов. Возможно, причина такого противоречия лежит в исключительности инвестиционной деятельности, тем не менее весьма полезным было бы признание этого на законодательном уровне и учет со стороны АФН других типов инвестиционных фондов. При этом важно соблюсти баланс в том, что следует, а что не следует лицензировать. Данный вопрос совсем не прост, как показывают предлагаемые в настоящее время в Европе и США изменения в законодательстве. Если контроль со стороны регулирующего органа

будет оставаться на необходимом, но при этом не чрезмерно обременительном уровне, положительные результаты казахстанских компаний не заставят себя долго ждать. Чрезвычайно важно создать благоприятный экономический климат и поощрять создание отечественными и международными инвесторами фондов в Казахстане, а не в других юрисдикциях. Задача, стоящая в настоящее время перед АФН, – создать разумное регулирование, благодаря которому капитал мог бы беспрепятственно поступать в развивающуюся экономику страны.

портфельные компании должны будут предоставлять определенную информацию в своих ежегодных отчетах. Например, названия фондов, владеющих компанией, а также имена членов руководства фонда, осуществляющих контроль за компанией, состав членов совета директоров и обзор своей деятельности с информацией, эквивалентной информации, предоставляемой открытым акционерным обществом. Соблюдение многих подобных требований в настоящее время является добровольным, и они имеют обыкновение приме-

Уокера, тому или иному управляющему может быть необходимо следовать установленным правилам, таким, как Международные принципы оценки для прямых инвестиций и венчурного капитала, при оценке активов и составлении отчетности для инвесторов.

Неудивительно, что Принципы ИЛПА рекомендуют большую прозрачность в том, что касается, например, моделей для расчета комиссий, предоставление которых помогает лучше понять механизм расчета комиссий и участия в прибыли, регулярного раскрытия комиссий управляющего и раскрытия его экономических отношений и организационной структуры, а также права инвесторов на получение по его требованию более подробной информации о капитализации фонда, разделению дохода между его руководителями, разбивке индивидуальных обязательств, составляющих обязательство управляющего, и другие стимулы.

Инвесторы требуют большей прозрачности и большего объема информации от управляющих фондами, а также более четких правил между сторонами для избежания недоразумений в случае конфликтов интересов.

Проблемы, связанные с управлением

В дополнение к ожидаемому усилению регулирования, описанному выше, мы ждем, что в будущем большее внимание будет уделяться также проблемам, связанным с управлением фондами. Данная тенденция уже существует: инвесторы требуют большей прозрачности и большего объема информации от управляющих фондами, а также более четких правил между сторонами для избежания недоразумений в случае конфликтов интересов. Этот процесс получил дополнительный импульс после опубликования принципов, о которых шла речь выше.

Опубликованные в ноябре 2007 года Принципы Уокера дают хороший пример того, насколько остро проблема управления воспринимается в последнее время, в особенности в Соединенном Королевстве. Принципы рекомендовали большее раскрытие информации со стороны некоторых портфельных компаний в Соединенном Королевстве и со стороны самих инвестиционных компаний, аналогичные рекомендации были сделаны и в подобных публикациях в других странах. В соответствии с новыми требованиями к раскрытию информации

наться по принципу «соблюдаешь или объясняешь».

Отдельной проблемой является прозрачность и раскрытие информации фондом своим инвесторам, в отличие от всех остальных участников рынка. В дополнение к правам инвесторов на получение информации, предусмотренным законодательством (например, разделами 28 и 24(9) закона 1890 года), в учредительном договоре в каждом конкретном случае неизменно будут оговариваться более широкие индивидуальные права того или иного инвестора. Более крупные и опытные инвесторы (со временем и ресурсами, необходимыми для применения более подробной информации), либо те из них, которым подробная информация необходима для целей налогообложения или соблюдения требований законодательства или регулятора, часто требуют и получают доступ к большему объему информации. Это приводит к возникновению того, что Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) назвала «информационным неравенством» между более и менее крупными инвесторами.

В той степени, в которой тому или иному фонду может быть необходимо соблюдать Принципы

Заключение

После наступления мирового финансового кризиса индустрии прямых инвестиций пришлось испытать трудности, в результате чего теперь ей предстоит адаптироваться к новым регуляторным требованиям, введенным для нее во многих юрисдикциях. Тем не менее прямые инвестиции зарекомендовали себя в качестве важного инвестиционного развивающего механизма, ставшего источником капитала и знаний для так остро нуждающихся в них компаний. С учетом проблем с ликвидностью, которые в последнее время испытал на себе традиционный источник капитала в виде банковского сектора, важность этих качеств в настоящее время несколько не уменьшилась. Будучи очень высокой, доходность прямых инвестиций неизменно превышает доходность традиционных форм инвестирования. Индустрия прямых инвестиций вместе с ее капиталом заслуживает самого внимательного отношения к себе в развивающихся рыночных экономиках, так как дает большие возможности как компаниям, стремящимся к росту, так и ищущим результаты инвесторам.